

IST IMMER QUALITY DRIN, WO QUALITY DRAUF STEHT?



DIEGO FÖLLMI

Qualität ist in aller Munde. Kaum ein Investment-Produkt, das nicht mit gewissen Qualitätsmerkmalen die Investoren anlocken will. Aber ist überall Qualität drin, wo Qualität drauf steht? Eine Differenzierung ist angebracht.

Quality hat in den letzten Jahren als Anlagethema im Aktienbereich stark an Momentum gewonnen. Als CEAMS 2001 mit dem Quality Research begann, war das Unternehmen ein Pionier am Markt - und dies international. So war es CEAMS, das beispielsweise die ersten Quality Indizes (u.a. den CE Corporate Quality Equity Index®) lancierte und im Jahr 2006 das erste Fachbuch über «Systematische Investments in Corporate Excellence» verfasste¹. Die Ar-

beitshypothese war, dass Quality Investing einst die gleiche Bedeutung erlangen würde wie Value oder Growth. Diese Hypothese dürfte sich mittlerweile bewährt haben. Denn seit ein paar Jahren und als direkte Auswirkung der guten Ergebnisse von Quality und natürlich auch als Folge der Finanzkrise, haben führende internationale Investment Consultants das Thema Quality auf dem Radar, und folglich entsprechende Analysekategorien und auch Publikationen geschaffen. Zudem haben Indexanbieter wie S&P, MSCI und Russell Quality Indizes lanciert.

Unterschiedliche Ausprägungen von Quality

Um eine Systematik in die verschiedenen Quality-Aspekte, aber auch Definitionen

zu bringen, ist die BCG-Portfoliomatrix eine gute Ausgangslage (vgl. dazu Abbildung rechts oben). Sie ist ein betriebswirtschaftlich abgestütztes Konzept aus den 1970er-Jahren, mit der die Qualität einer Firma beurteilt werden kann. Das BCG-Portfolio ermöglichte eine systematische Segmentierung strategisch relevanter Geschäftseinheiten auf Basis zukünftiger Chancen (Marktwachstum) und der gegenwärtigen Wettbewerbsposition (relativer Marktanteil)². Was der BCG-Matrix noch fehlt, um verschiedene Quality-Anlagestile zu analysieren, ist die Marktbewertung, welche als zusätzliche Dimension hinzuzufügen ist.

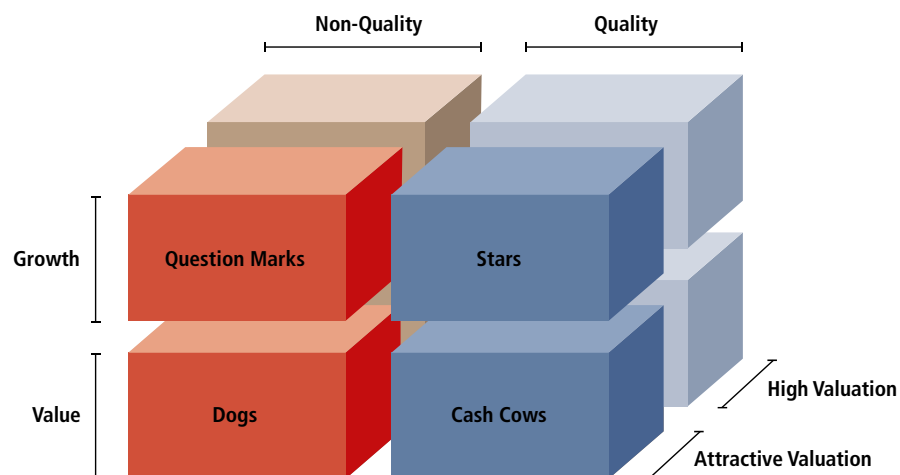
Ein Ereignis, welches dem Quality Investing Auftrieb gegeben haben dürfte, war das Platzen der Internet-Blase im Jahr 2001.

Die Rückbesinnung auf fundamentale betriebswirtschaftliche Zusammenhänge war dringend angebracht, nachdem viel Geld in Business Modelle geflossen war, hinter denen nichts stand (z.B. Enron). Das war auch der Ursprung des «Quality at Attractive Valuation»-Anlagestils, wie es die CEAMS entwickelte. Gemäss dem Konzept der BCG-Portfoliomatrix fokussiert sich dieser Ansatz auf Cash Cows und Stars, die aus Performance- und Risikoüberlegungen zusätzlich attraktiv bewertet sein müssen. «Quality at Attractive Valuation» basiert auf fundamentalen, einheitlichen Kriterien (über 100) aus den Kategorien Finanzkraft, Business-Modell, Management sowie Markt & Positionierung. Das Vorgehen ist systematisch und betriebswirtschaftlich breit abgestützt. CEAMS setzt den Anlagestil international um und hat sich diesem Ansatz in den verschiedensten Facetten seit der Gründung verschrieben. Unser «Quality at Attractive Valuation»-Anlagestil ist originär und hat im Kontext des 3-Faktoren-Modells von Fama/French weder einen Bias zu Small Caps noch zu Value. Er kann folglich nicht durch eine Kombination dieser Faktoren repliziert werden.

Ein weiterer Anlagestil, der vor allem für die USA breit appliziert wird, ist «Quality Growth». Die prominentesten Anbieter entsprechender Index-Lösungen sind seit wenigen Jahren MSCI und S&P. Im Gegensatz zum «Quality at Attractive Valuation»-Ansatz ist der «Quality Growth»-Ansatz im Kontext der BCG-Portfoliomatrix vor allem auf Star-Unternehmen fokussiert, ohne in der Regel auf die Bewertung zu achten. Das Vorgehen entspricht nicht den gängigen Quality-Anlagedefinitionen, welche auf eine breit verankerte betriebswirtschaftliche Analyse abstützen und auch Cash Cows berücksichtigen. Der «Quality Growth»-Ansatz hat einen systematischen Bias zu Growth, ab und zu auch für Small Caps. Er weist somit im Fama/French-Kontext keinen unabhängigen Performance-Charakter auf.

Um das Quality-Bild abzurunden, ist zu erwähnen, dass es auch Investment-Ansätze

BCG-Portfoliomatrix



Quelle: BCG, CEAMS

gibt, die in erster Linie nicht auf Quality fokussieren, sondern eine grundsätzlich andere Ausrichtung (z.B. Value, Momentum, Growth, etc.) verfolgen, jedoch zusätzlich vereinzelte Qualitätskriterien mitberücksichtigen. Dies kann als «Quality Tilt» bezeichnet werden. Den Anbietern dieser Ansätze geht es also darum, Aktien zu identifizieren, welche der gewünschten Ausrichtung (z.B. Value, Momentum, Growth, etc.) entsprechen und aus Qualitätssicht einzelnen Kriterien (z.B. Corporate Governance) genügen. Diese «Quality Tilts» sind in der Regel nicht umfassend betriebswirtschaftlich abgestützt, da es den Anbietern an Quality-Expertise fehlt; sie haben auch keinen originären Quality-Performance-Charakter.

Quality im aktuellen Marktumfeld

Der Markt besteht aktuell zu rund 75% aus Unternehmen, die der Klassifizierung «Non-Quality» zugeordnet werden müssen. Hauptsächlich sind es Energie-, Versorger- und Finanzunternehmen, welche gerade seit dem vierten Quartal 2016 in der Gunst der Anleger stehen. Doch das aktuelle Marktumfeld mit den historisch tiefen Zinsen setzt gerade in diesen Sektoren die falschen Anreize, indem betriebswirtschaftliche Sünden (Stichwort: Überschuldung) begangen werden, die sich schon bei

nur leicht anziehenden Zinsen rächen werden. Das gegenwärtige Bewertungsniveau mahnt ebenfalls zur Vorsicht. Wird dieses tatsächlich etwa durch das angenommene Gewinnwachstum abgegolten? Vor diesem Hintergrund ist eine sorgfältige Analyse der Unternehmensqualität und auch der Bewertung unabdingbar.

1 Vgl. P. Weckherlin, M. P. Hepp «Systematische Investments in Corporate Excellence» (2006, Verlag Neue Zürcher Zeitung)

2 Vgl. www.bcg.de «The Experience Curve - Reviewed. IV. The Growth share Matrix or the Product Portfolio», BCG-Perspective (Original 1973)



Diego Föllmi
Mitglied der
Geschäftsleitung
CEAMS
CE Asset
Management
AG, Meilen.